

米中貿易摩擦の行方

—対中戦略の修正を迫るファームベルト、ラストベルトの景気動向—

- 今月10日から米中間僚級貿易協議が始まる予定ですが、先週には米政権による対中投資制限の検討が報じられるなどしており、貿易協議の見通しは依然として不透明な状況です。
- しかし、来年の大統領選の鍵となるファームベルトやラストベルトにおける景況が悪化し始めたことは、トランプ大統領に対中戦略の修正を迫るものと考えられます。

再度強硬姿勢を強めている米政権

米国が対中制裁関税の第1弾を昨年7月に発動してから1年超となりました。9月以降、貿易摩擦は一時、緩和の兆しがありましたが、その後は再度緊張が高まっており、決着のめどは立っていません（図表1）。

9月1日に、米中ともに制裁・報復関税第4弾の一部を発動した後、中国は米農産物の一部輸入を認める方針を示したほか、大豆や豚肉を報復関税の対象から除外するとの報道もありました。トランプ大統領も暫定合意を検討する可能性を示唆するなど、両国の歩み寄りともとれる姿勢が見られました。

しかし、9月19-20日に開催された米中次官級貿易協議の後、米政権は姿勢を再度硬化させました。トランプ大統領は「完全合意を求めている」として暫定合意の可能性を否定したほか、先週末にはトランプ大統領が対中投資制限の検討を指示したと報じられるなど、今月開催される閣僚級協議に向けて強硬姿勢が強まっています。

景気後退リスク高める対中戦略は取り難くなりつつある

今月15日には米国の対中制裁関税第1-3弾の追加関税率の引き上げが控えており、12月には米中の制裁・報復関税第4弾の発動が予定されています。閣僚級貿易協議で進展がみられなかった場合には、貿易摩擦を巡る緊張が再度高まる可能性があります。

ただ、米国では最近、長短金利の逆転や、ISM製造業景況指数の50（景況分岐点）割れなど、景気後退の兆候とされる事象が相次ぎました。大統領選で再選を目指すトランプ大統領にとって、貿易摩擦を一段と激化させ景気後退リスクを高めるような戦略は取り難くなって来ていると考えられます。

図表1 米中貿易摩擦を巡る最近の経緯と予定

| 2018年 | |
|-----------|--|
| 7月6日 | 米国が対中制裁関税 第1弾発動（340億ドル相当に25%） |
| 7月6日 | 中国が対米報復関税 第1弾発動（340億ドル相当に25%） |
| 8月23日 | 米国が対中制裁関税 第2弾発動（160億ドル相当に25%） |
| 8月23日 | 中国が対米報復関税 第2弾発動（160億ドル相当に25%） |
| 9月24日 | 米国が対中制裁関税 第3弾発動（2,000億ドル相当に10%） |
| 9月24日 | 中国が対米報復関税 第3弾発動（600億ドル相当に5-10%） |
| 2019年 | |
| 9月1日 | 米国が対中制裁関税 第4弾の一部発動（1070億ドル相当に15%） |
| 9月1日 | 中国が対米報復関税 第4弾発動の一部発動（750億ドル相当の一部に5-10%） |
| 9月3日 | 8月のISM製造業景況指数が景況の分岐点である50を下回る |
| 9月12日 | 中国が8月から中断している米農産物の一部輸入を認める方針示す |
| 9月12日 | トランプ大統領が米中貿易協議について「暫定合意も検討」と発言 |
| 9月13日 | 新華社通信が中国が米農産物の輸入再開に向け、報復関税の対象から大豆や豚肉を除外すると報じる |
| 9月19-20日 | 米中次官級貿易協議 |
| 9月20日 | トランプ大統領、米中貿易協議について「完全合意を求めている部分合意は求めている」と発言 |
| 9月27日 | 米政府が対中投資制限を検討との報道 |
| 10月1日 | 中国国慶節（中華人民共和国建国70周年） |
| 10月10-11日 | 米中間僚級貿易協議（ワシントン） |
| 10月15日 | 米国が対中制裁関税 第1-3弾の追加関税率を引き上げ（2,500億ドル相当に25%⇒30%） |
| 11月16-17日 | APEC首脳会議（チリ） |
| 12月15日 | 米国が対中制裁関税 第4弾の一部発動（1560億ドル相当に15%） |
| 12月15日 | 中国が対米報復関税 第4弾の一部発動（750億ドル相当の一部に5-10%） |

（注）予定は変更になることがあります

（注）制裁関税第4弾の対象金額は試算ベース

（出所）各種資料を基に岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

無視できない東北中部・西北中部の景気動向

長短金利の逆転や、ISM製造業景況指数の50割れは、それ自体が景気後退に直結するものではありません。足元の米国経済は、個人消費を牽引役に堅調な拡大が続いており、2019年の経済成長率は潜在成長率を若干上回る2.0%-2.5%程度となる見通しです。

しかし、貿易摩擦が一段とエスカレートする場合には、景気後退期入りするリスクが高まります。また、景気後退に至らないまでも、景気減速が更に強まることが予想されます。

来年11月の大統領選で再選を目指すトランプ大統領にとって、その様な事態は望ましいことではありません。景気が悪化すれば、支持者離反に繋がるためです。特にトランプ氏が2016年の大統領選に勝利する要因となった東北中部のファームベルト（穀倉地帯）※1や、西北中部のラストベルト（錆びついた工業地帯）※2の景気動向は、同氏にとって無視出来ないと言えます。

- ※1：オハイオ、インディアナ、イリノイ、アイオワ、ミネソタ、サウスダコタ、ネブラスカなど
- ※2：ペンシルベニア、オハイオ、ミシガン、インディアナ、イリノイ、ウィスコンシンなど（※1、※2は一部重なる）

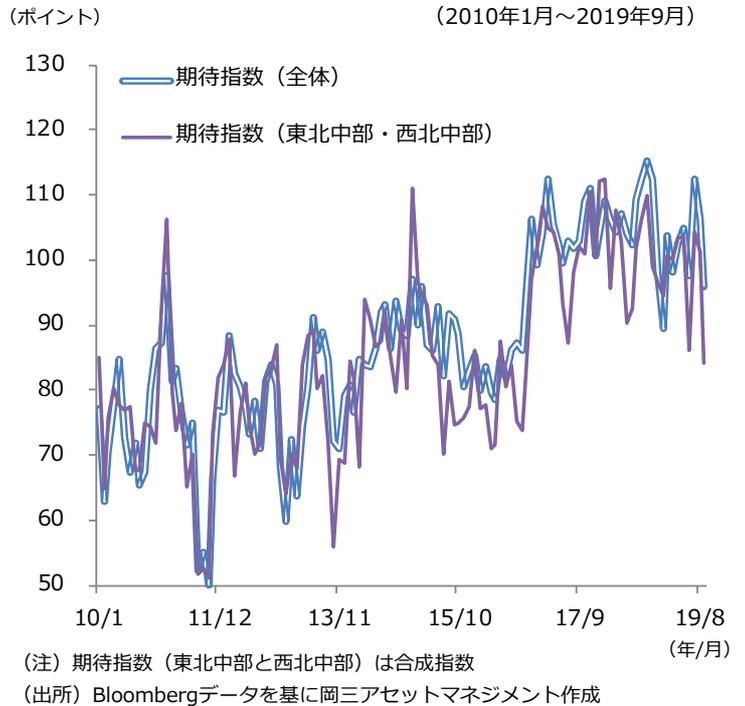
ファームベルト、ラストベルトの景況悪化

実は、米中貿易摩擦の煽りを受け、これらの地域の景況は変調をきたし始めています。米農産品に対する中国の報復関税や輸入停止措置などにより農業が打撃を受けているほか、企業も製造業を中心に減速感が強まっています。

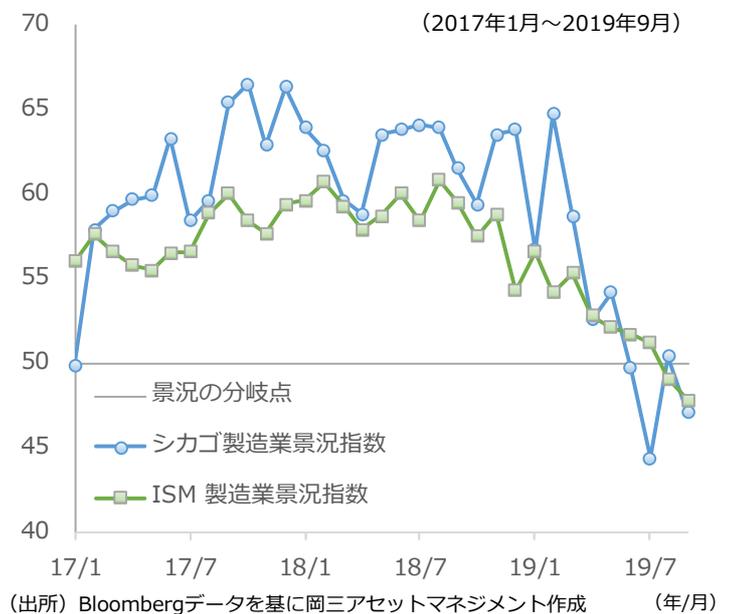
消費者のセンチメントを表す消費者信頼感指数を見ると、足元の景況感是好調を維持しているものの、先行きの見通しを表す期待指数は方向感が失われ、もみ合いとなっています。特に、東北中部と西北中部地域は、昨年後半から下向きのモメンタムが強まっています（図表2）。

また、イリノイ州シカゴの製造業の景況を表すシカゴ製造業景況指数を見ると、年初以降、急速に低下しISM製造業景況指数よりも2ヵ月早い6月に景況の分岐点である50を割り込みました。8月には一旦50を回復したものの、9月には再度50を下回るなど弱い動きが続いています（図表3）。

図表2 コンファレンスボード消費者信頼感指数



図表3 シカゴ製造業景況指数



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ラストベルトの製造業では雇用抑制の動き

雇用情勢に目を向けると、ラストベルト地域の主な州では、製造業の就業者数が年初以降、減少傾向となっています（図表4）。

全米の非農業部門就業者数は、減速しつつも増加基調を保っていますが、ラストベルト地域の製造業では、米中貿易摩擦や世界経済の減速などによる外需減少の影響により景況が悪化しており、企業が雇用抑制、或いは削減に動いていることが窺われます。

大統領選の行方を左右するスイングステート

2016年の大統領選において、トランプ氏が勝利した大きな要因は、ファームベルト、ラストベルトが重なる東北中部、西北中部の多くの州で勝利したことによります（図表5）。

特に、浮動票が多くスイングステートと呼ばれるペンシルベニア、オハイオ、ミシガン、ウィスコンシン、アイオワなどの州において勝利したことが大統領選を制する原動力となりました。

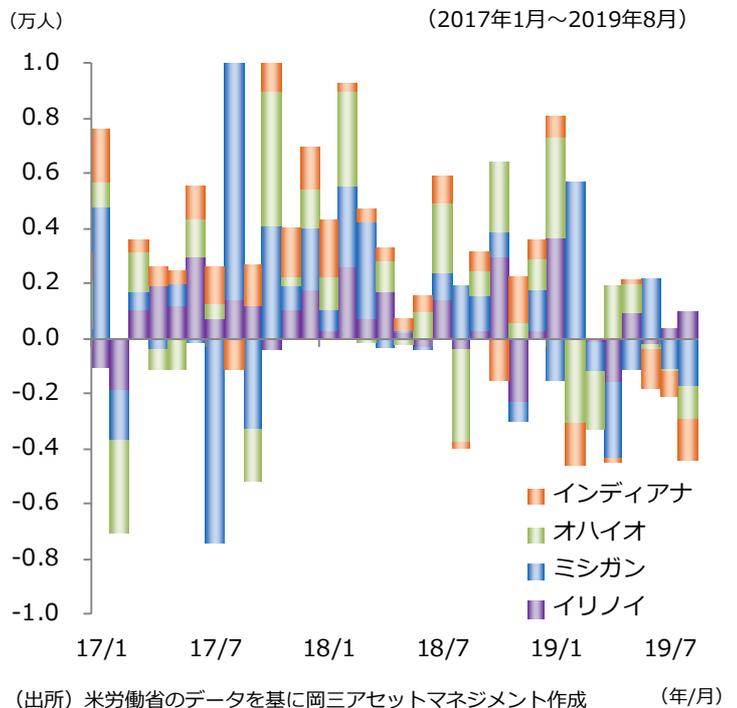
しかし、これらの地域の浮動票は、景況が悪化すれば、次回の大統領選では民主党候補に流れる可能性が高い票と考えられます。

トランプ大統領が来年11月の大統領選での再選を確実なものとするには、悪化しつつあるこれらの地域の景況を更に悪化させることは、避ける必要があると言えます。

今後の米中貿易協議の行方は予断を許しません。ファームベルト、ラストベルトの景気動向を踏まえると、トランプ大統領が米中貿易協議で強硬姿勢を続けられる余地は狭まりつつあるとみられます。

従って、早ければ年内、遅くとも来年2月の大統領選の予備選がスタートする頃までには、部分的な貿易協定の合意、或いは、停戦協定的なことで決着させ、大統領選に専念出来る状態にすることをトランプ大統領は目指すことになるのではないかと考えています。

図表4 雇用統計 製造業就業者数【州別】



図表5 2016年大統領選結果【ファームベルト・ラストベルト地域】



(注) 数字は選挙人獲得数 赤：共和党勝利 青：民主党勝利 黄：共和党勝利（2012年選挙時に民主党勝利）
(出所) 各種資料を基に岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額 × 購入口数 × 上限3.85% (税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額 × 0.3% 以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
 : 純資産総額 × 実質上限年率2.09% (税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額 × 上限年率0.0132% (税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号: 岡三アセットマネジメント株式会社

事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登 録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号

加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル **0120-048-214** (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)